

VUES DES CIO

Le rebond ne devrait pas se poursuivre



Vincent MORTIER,
CIO Groupe



Matteo GERMANO,
CIO Adjoint Groupe

Sentiment de risque global



À mesure que la fin de l'année approche, nous devenons plus prudents vis-à-vis des actions.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Multi-actifs : positionnement plus prudent vis-à-vis des actions et moins positif sur le crédit américain, renforcement des couvertures.
- ▶ Actions : opinion plus défensive sur les MD, légère révision à la hausse en Chine.
- ▶ Neutre sur les emprunts d'État chinois.
- ▶ Révision à la baisse de la conviction vis-à-vis de la vigueur du dollar américain.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d'investissement mondial. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.

Le rebond du marché baissier a eu lieu, mais les chiffres solides du marché de l'emploi américain en novembre ont déçu l'espoir des marchés quant à un revirement de l'attitude des banques centrales. En effet, ces chiffres ont dressé un tableau mitigé des perspectives d'inflation aux États-Unis, alors que des tensions persistent sur les prix des services. La Fed, quant à elle, **ralentit le rythme des hausses de taux, mais a confirmé que sa tâche est loin d'être achevée. Nous pensons que les banques centrales, y compris la BCE, vont évoluer sur une corde raide, car les risques d'erreurs sont élevés.**

D'autre part, nous voyons les risques géopolitiques augmenter en Europe et aux États-Unis. Sur les marchés émergents, l'accélération de la réouverture de l'économie chinoise devrait permettre un rebond plus tôt que prévu, alors que l'Europe restera en récession et que les États-Unis connaîtront un ralentissement marqué. **Cela souligne une caractéristique clé du scénario 2023 : la forte asynchronie régionale des cycles économiques, qui pourrait créer des opportunités pour les investisseurs.**

Pour les marchés, ce contexte économique appelle la confirmation d'un régime de correction fin 2022 et au S1 2023, avec une inflation en décélération mais toujours au-dessus de la normale. La phase de correction sera entraînée par la récession des bénéficiaires, qui se matérialisera notamment au S1. **Les investisseurs ne doivent pas augmenter le niveau de risque, mais plutôt revenir, après la récente hausse, à davantage de prudence sur les actions et être globalement vigilants.**

- **Du point de vue cross-asset**, nous sommes très actifs dans l'identification des opportunités offertes par les écarts de valorisation sur le marché et l'asynchronie des politiques monétaires qui sera bientôt observée en réponse au ralentissement de la croissance et de l'inflation. Désormais, après que le rebond a eu lieu comme prévu, nous sommes devenus plus réservés à l'égard des actions, avec un positionnement neutre sur les États-Unis et toujours prudent en Europe. Nous avons également revu à la baisse notre opinion positive sur le crédit après avoir participé au rebond, même si nous restons légèrement optimistes. Nous pensons également que les investisseurs devraient chercher à se protéger en misant sur les couvertures, les obligations du Trésor américain et l'or.
- **Les actions américaines** ont été portées récemment davantage par la baisse des rendements core que par une amélioration significative des fondamentaux des entreprises. Nous voyons des risques baissiers et des rendements asymétriques, et nous devenons prudents à court terme, étant donné que les valorisations actuelles ne reflètent pas les risques sur les bénéficiaires en cas de récession. Nous adoptons donc une position neutre à l'égard du marché américain. **En Europe**, région plus exposée au choc stagflationniste, l'incertitude entourant la guerre en Ukraine persiste. L'absence de réponse politique commune et les pressions inflationnistes nous ont rendus encore plus défensifs vis-à-vis de l'Europe. En termes relatifs, nous maintenons notre préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe.
- **S'agissant des obligations souveraines**, si les marchés continuent de surveiller l'inflation et la réaction de la Fed, nous pensons que l'attention se reportera bientôt vers la croissance et les craintes de récession. Pour l'heure, les taux sont toujours orientés à la hausse. La Fed a précisé qu'elle prévoyait désormais un taux terminal supérieur à celui attendu en septembre. La durée pendant laquelle la banque centrale maintiendra des taux restrictifs devient un élément plus important. Le ralentissement de la croissance économique et les signes de changement d'ampleur des hausses de taux plaident pour une position active sur la durée.
- **Les marchés du crédit** ont bénéficié du rebond du marché baissier, malgré l'évolution vers un contexte de coûts de financement plus élevés qui pourrait devenir plus difficile, en particulier pour les émetteurs HY faiblement notés et excessivement endettés. Les fondamentaux des entreprises restent solides, mais les niveaux de trésorerie sont en baisse. La capacité des entreprises à générer des flux de cash et à résister aux pressions sur le refinancement pourrait être affectée en cas de détérioration du contexte économique. Ceci pourrait s'aggraver si les banques commerciales durcissent leurs conditions de prêts, entraînant un tarissement de la liquidité pour les entreprises au moment où elles doivent se refinancer. Dans l'ensemble, sur les marchés du crédit, nous identifions des opportunités relativement plus intéressantes sur les obligations IG américaines que sur l'Europe, et nous restons prudents vis-à-vis du haut rendement.
- **Le dollar est une variable clé à surveiller, en particulier pour saisir les opportunités sur les marchés émergents.** Nous pensons que les freins qui ont pénalisé les obligations émergentes

VUES DES CIO

en 2022 se desserreront progressivement en 2023, lorsque les facteurs propres à chaque pays reprendront le dessus. Nous restons optimistes à l'égard de la dette en devise forte et pensons qu'une sélection de dettes en devise locale devient attractive. De manière générale, les plans de réouverture en Chine seront probablement un autre catalyseur positif pour les marchés émergents en 2023. La récente décision du gouvernement chinois de lever certaines restrictions liées au Covid va dans le sens d'un rebond rapide de l'économie.

AMUNDI INSTITUTE

Le règne du dollar perd de son éclat



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



Federico CESARINI
Responsable FX Marchés
Développés, Stratégiste
Recherche Cross Asset

Le cycle haussier du dollar est désormais très avancé. Nous nous attendons à une trajectoire irrégulière, mais tablons sur une dépréciation plus forte en 2023.

Le dollar a occupé le devant de la scène en 2022, enregistrant l'un des plus forts rebonds jamais observés. Les actifs sans risque ont chuté, l'incertitude s'est transformée en volatilité et toutes les devises du G10 ont souffert, sans exception. Pourtant, les bonnes surprises liées à la baisse de l'inflation américaine et l'évocation par la Fed de hausses de taux de moindre ampleur ont récemment suscité un retour à la réalité. La correction du dollar a été massive et la question est désormais de savoir si cette baisse peut se poursuivre en 2023. **Pour commencer, le dollar s'est négocié avec une prime par rapport aux fondamentaux tout au long de 2022 pour les trois principales raisons énumérées ci-dessous. Bien qu'aucune de ces conditions n'ait complètement disparu, les récentes évolutions font penser que nous pourrions avoir dépassé les niveaux de stress maximum, ce qui suggère des conditions moins favorables pour le dollar en 2023.**

1. La Fed et sa politique monétaire pour réduire l'inflation – La Fed a été le principal soutien au dollar en 2022, l'économie américaine n'ayant bénéficié d'aucun avantage en termes de croissance tout au long de l'année. Contrairement à 2021, lorsque la croissance a été plus forte aux États-Unis que dans les autres économies développées, l'exception du dollar a reposé sur deux éléments en 2022: i) l'avantage de la hausse des taux réels; et ii) l'amélioration de son pouvoir de diversification. La Fed reste le facteur clé à surveiller à ce stade concernant ces deux éléments. Il nous paraît trop tôt pour penser que la Fed passe à une politique d'assouplissement monétaire (qui déclencherait à coup sûr des ventes généralisées du dollar, car cela éroderait son avantage en termes de portage). Toutefois, toute nouvelle surprise positive concernant l'inflation pourrait rapidement recentrer l'attention sur les prochaines étapes que suivra la Fed (potentiel changement de politique), compte tenu de l'inversion actuelle de la courbe des taux américaine. Une pentification de la courbe des taux via une baisse de sa partie courte se traduit généralement par un dollar plus faible d'un point de vue historique.

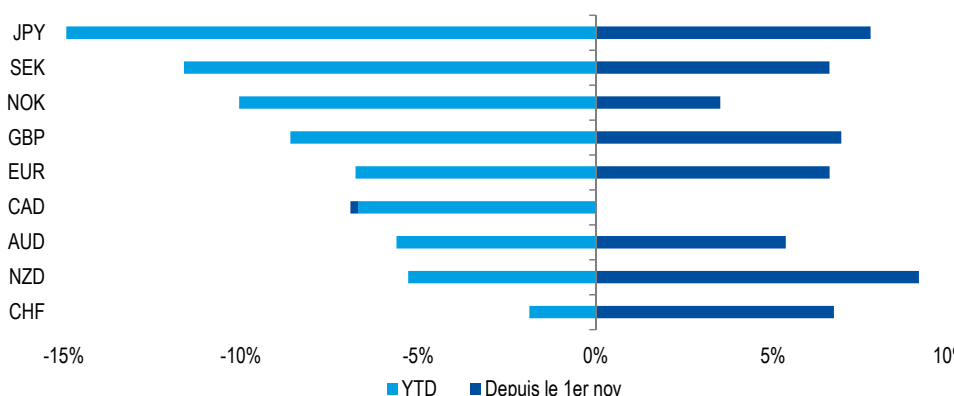
2. La crise énergétique européenne et les risques géopolitiques – La flambée des prix de l'énergie a été l'élément principal à l'origine de la hausse des coûts de production dans la zone euro en 2022. Notre modèle de Parité de Pouvoir d'Achat a justifié, depuis quelque temps, un passage de l'EUR/USD sous la parité cette année¹. Toutefois, depuis septembre, les prix du gaz se sont effondrés et l'IPP d'octobre a fortement chuté en réaction². Nous ne sommes toujours pas au bout de nos peines (la zone euro présente toujours un désavantage concurrentiel vu les prix actuels de l'énergie, et les risques pour l'hiver prochain restent présents), mais les conditions pour un rebond massif du dollar s'éloignent de ce point de vue.

La hausse des taux réels aux États-Unis et le resserrement de la politique de la Fed ont été les piliers du dollar en 2022. Toute modification de ces facteurs en 2023 pourrait entraîner une perte de vigueur du dollar

¹ Le modèle de parité de pouvoir d'achat prend en compte les écarts IPC, IPP et IPC/IPP.

² L'indice Eurostat PPI Eurozone Industry Ex Construction a chuté de 2,9 % en glissement mensuel en octobre.

La plupart des devises du G10 se sont appréciées face au dollar dernièrement



Source : Amundi Institute, au 14 décembre 2022. Performance des devises au comptant du G10 par rapport au dollar.

AMUNDI INSTITUTE

3. Réouverture de la Chine, croissance mondiale et impact du dollar – La politique « zéro covid » de la Chine a certainement pesé sur la croissance mondiale en 2022, et il est difficile de penser que cette inertie évolue considérablement à court terme. Le dollar reste un actif contra-cyclique, qui tend généralement à s'apprécier lorsque la croissance ralentit et que les banques centrales ne fournissent pas d'impulsions reflationnistes. Toutefois, une réouverture plus générale de la Chine comme scénario de base pour le S2 2023 serait positive pour l'économie mondiale. Et lorsque le cycle passe son point bas, le dollar en fait généralement les frais.

Conséquences pour l'investissement : les bonnes surprises concernant l'inflation aux États-Unis ont déclenché une violente réaction reflationniste de l'ensemble des devises des marchés développés. Nous pensons que la trajectoire future sera irrégulière, car le dollar reste un actif contra-cyclique à haut rendement. Toutefois, le faible couple risque/rendement suggère désormais de limiter le risque lié au dollar au cours de cette dernière phase. Aussi, nous restons d'avis que le yen et le franc suisse sont les devises les plus sûres pour réduire la position sur le dollar. À plus long terme, nous anticipons une dépréciation plus prononcée à l'horizon du S2 2023.

GESTION
DIVERSIFIÉE

Prendre des bénéfices et rester prudent
début 2023



Francesco SANDRINI,
Responsable des Stratégies
Multi-Asset



John O'TOOLE,
Responsable des Solutions
d'Investissement Multi-Asset

Sur la base d'une
approche d'investissement
dynamique, nous avons
rétrogradé les actifs
risqués en raison des
craintes que le rebond
actuel ne soit pas durable

Les tendances d'inflation et de croissance, et leurs conséquences en termes de resserrement monétaire, ont été les principaux moteurs du marché. Alors que la demande intérieure a été plus soutenue que prévu, en particulier en Europe récemment, les craintes d'un ralentissement de la croissance aux États-Unis et en Europe persistent. **Ceci, associé aux risques de récession des bénéfiques, signifie que les investisseurs doivent être prudents vis-à-vis des actions et du crédit, et renforcer leurs couvertures.** En revanche, les courbes de taux de certains marchés développés présentent des opportunités dans un contexte d'évolution de la politique monétaire, ce qui nous a également permis d'ajuster notre opinion sur le dollar américain. Dans l'ensemble, les investisseurs doivent envisager de conserver une approche diversifiée visant à les protéger contre l'inflation et contre un éventuel ralentissement économique.

Idées à conviction forte

Après le récent rebond, nous réduisons notre positionnement sur les actions américaines et européennes. L'Europe est une région plus cyclique et sera donc plus affectée (que les États-Unis) par un ralentissement de la croissance mondiale et par la crise de l'énergie, ce qui nous amène à continuer à **lui préférer les États-Unis.** Par ailleurs, nous maintenons notre préférence pour les petites capitalisations par rapport aux grandes, compte tenu de la décote extrême des premières par rapport aux secondes. **Sur les marchés émergents, nous maintenons notre opinion neutre vis-à-vis de la Chine** pour l'instant, tout en évaluant les nouvelles politiques de réouverture et leur impact sur l'activité économique.

En termes de duration, nous restons favorables aux obligations du Trésor américain dans un contexte de ralentissement de l'inflation et de risques persistants pour la croissance économique. Parallèlement, nous identifions des opportunités sur les courbes de taux, par exemple au Canada. La décélération de l'inflation et l'atténuation des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement mondiales pourraient avoir un impact sur les politiques monétaires.

En Europe, nous maintenons notre opinion légèrement positive vis-à-vis **des spreads BTP-Bund à 10 ans.** Cette opinion est soutenue par la corrélation positive des taux italiens avec les rendements des obligations de référence européennes (en baisse), les valorisations et le positionnement attrayants et les émissions nettes négatives de dette italienne.

Concernant le crédit, après le resserrement des spreads, nous avons revu à la baisse notre opinion à l'égard des obligations IG américaines et ne sommes plus positifs. Même si l'inflation ralentit, elle reste supérieure à l'objectif de la Fed, ce qui signifie que la banque centrale pourrait maintenir un cycle de resserrement plus long, affectant les conditions financières. En Europe, nous maintenons une préférence pour le segment IG par rapport au HY, car ce dernier est plus vulnérable à une détérioration potentielle de l'environnement économique et des perspectives de défaut.

Sur le marché des changes, nous avons ajusté nos vues et ne sommes plus positifs sur l'USD/EUR en raison des signes d'un resserrement monétaire moins agressif (mais pas encore d'un revirement accommodant) de la Fed. Nous maintenons notre opinion

Convictions Amundi								
	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions	↘			■				
Crédit					■			
Duration						■		
Pétrole						■		
Or						■		

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+/+). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes. *Nous avons adopté une exposition tactique neutre aux actions, tout en conservant une approche prudente dans un contexte économique fragile et en nous tenant prêts à réduire notre exposition globale. **Nous avons légèrement revu à la hausse notre exposition, sans impact significatif sur le niveau de conviction global.

GESTION
DIVERSIFIÉE

positive vis-à-vis de la paire USD/GBP. Le caractère cyclique de la livre sterling, le ralentissement de la croissance britannique et la faiblesse des taux réels au Royaume-Uni (par rapport aux États-Unis) sont des facteurs défavorables. Le dollar canadien, autre devise cyclique, pourrait subir la pression du ralentissement de la croissance, ce qui nous amène à conserver notre opinion positive sur le NOK/CAD. Nous maintenons également notre opinion positive vis-à-vis des devises refuges, notamment le CHF/GBP et le JPY/EUR. L'évolution de la dynamique du dollar a également une incidence sur notre opinion à l'égard des devises émergentes. S'agissant du BRL/ZAR, nous ne sommes

plus négatifs à l'égard du ZAR, mais pensons que les investisseurs devraient envisager de maintenir une exposition au BRL, car le Brésil présente toujours des perspectives positives à long terme.

Risques et couvertures

Le ralentissement de la croissance et le niveau élevé de l'inflation nécessitent une diversification et des couvertures efficaces, ce qui nous conduit à rester positifs à l'égard de l'or et, à la marge, du pétrole. Les investisseurs devraient également conserver des protections sur les actions et renforcer leurs couvertures sur le haut rendement américain.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Actifs sur la duration et vigilants concernant le risque de liquidité



Amaury D'ORSAY,
Directeur du Métier Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Le travail de la Fed n'est pas encore terminé, car l'inflation sous-jacente des services persiste. Aussi nous restons vigilants concernant l'effet de la hausse des taux sur la liquidité du marché et les spreads de crédit

Bien que l'inflation reste élevée, elle semble avoir atteint son point haut aux États-Unis et, dans une certaine mesure, en Europe. Cela, conjugué aux commentaires de la Fed et de la BCE sur les taux d'intérêt, a eu un effet important sur les rendements core et les actifs risqués. Toutefois, les risques de perte de crédibilité et d'assouplissement des conditions financières, alors que les banques centrales tentent de contenir l'inflation, sont élevés.

Par conséquent, elles devraient maintenir une trajectoire de resserrement, tout en ralentissant le rythme des hausses de taux du fait de la dégradation des perspectives économiques. En revanche, la baisse des niveaux de trésorerie des entreprises, le durcissement des conditions de crédit des banques et les risques de défaut des acteurs les plus endettés pourraient poser problème. **Par conséquent, dans le cadre d'un positionnement globalement prudent, nous restons sélectifs et identifions des opportunités bottom-up sur les obligations américaines IG et la dette en devise forte des marchés émergents.**

Obligations mondiales et européennes

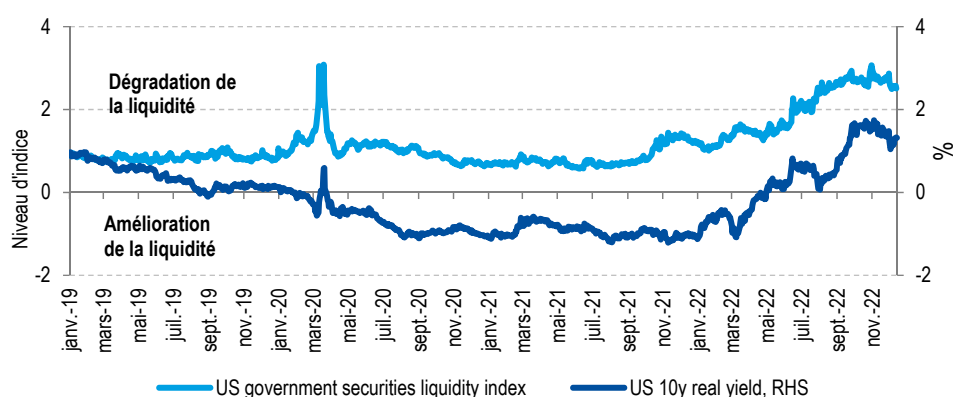
Alors que les politiques des banques centrales continuent d'évoluer, nous restons actifs sur la duration et légèrement prudents, aux États-Unis, en Europe, au Royaume-Uni et au Japon. Nous recherchons également des opportunités sur différentes courbes de taux et réduisons légèrement nos perspectives d'aplatissement de la courbe en Europe. Concernant les dettes périphériques, nous maintenons une position proche de la

neutralité. Même si nous reconnaissons que le sentiment devient plus positif à mesure que les banques centrales signalent leur intention de réduire l'ampleur des hausses de taux futures, nous restons peu disposés à accroître le risque lié au crédit. Nous maintenons notre opinion légèrement positive, avec une préférence pour l'IG et la dette financière subordonnée de la zone euro. Toutefois, nous évitons les entreprises fortement endettées en raison de la détérioration des niveaux de trésorerie et de la persistance des inquiétudes concernant les bénéfiques. En particulier, nous restons prudents vis-à-vis du haut rendement.

Obligations américaines

Les signaux sont mitigés : l'emploi et la situation financière des ménages résistent, mais la masse monétaire fléchit et les courbes de taux sont inversées. L'inflation sous-jacente des services persiste, ce qui devrait conduire la Fed à poursuivre son resserrement monétaire. Dans ce contexte, nous restons actifs sur la duration, avec un biais en faveur de la neutralité. Nous adoptons une approche active similaire à l'égard des TIPS, qui semblent raisonnablement valorisés. En ce qui concerne le crédit, nous restons très sélectifs, avec une préférence pour les valeurs financières par rapport aux valeurs industrielles, et une forte attention à la liquidité. De manière générale, nous privilégions également les segments de meilleure qualité. Sur le marché de la titrisation, compte tenu de la volatilité des taux d'intérêt, les investisseurs doivent être flexibles, en particulier à l'égard des MBS d'agences. Bien que les fondamentaux de la consommation restent actuellement solides,

Attention à la détérioration des conditions de liquidité



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 13 décembre 2022.

HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

ils pourraient se retrouver sous pression à mesure que le surplus d'épargne s'érode.

Obligations des marchés émergents

Nous pensons que des opportunités se présenteront en 2023, grâce à une certaine stabilité des taux core américains. Les *spreads* offrent actuellement un point d'entrée intéressant pour les dettes en devises fortes, et concernant les dettes en monnaie locale, les valorisations sont attractives. Nous évaluons comment un éventuel affaiblissement du dollar et la réouverture de la Chine pourraient affecter les obligations chinoises. En Amérique

latine, nous sommes positifs à l'égard du Brésil, mais surveillons les évolutions politiques.

Devises

Nous gardons une vue positive sur le dollar, mais le pic d'inflation nous conduit à légèrement réduire notre conviction. Sur les marchés émergents, nous avons renforcé notre conviction vis-à-vis du BRL/USD. Les devises d'Amérique latine offrent un portage intéressant et devraient bénéficier de toute modification de tendance du dollar américain. Nous sommes positifs sur le MXN mais défensifs sur le TWD et le HUF.

ACTIONS

Ne pas courir après le rebond et rester équilibré



Kasper ELMGREEN,
Responsable Actions



Yerlan SYZDYKOV,
Responsable mondial
des Marchés Émergents



Kenneth J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Le rebond des actions semble refléter un soulagement du fait des signaux envoyés par la Fed et de l'optimisme lié à la réouverture de la Chine. Mais cette résilience pourrait atteindre sa limite en raison des pressions sur les marges et du ralentissement de la demande (affectant les revenus). Nous pensons que les coûts augmenteront de façon à la fois structurelle et cyclique, et que les marges se réduiront alors que les consommateurs limiteront leurs dépenses pour contrer les effets de l'inflation toujours élevée. **Par conséquent, nous constatons des divergences importantes en termes de valorisations et de perspectives de bénéfiques, d'où la nécessité d'adopter une approche sélective.** En outre, nous apprécions les actions sous-évaluées, de qualité et à dividendes, ce qui doit toutefois être complété par une analyse bottom-up solide.

Actions européennes

Selon une approche de style « barbell », nous sommes plus équilibrés, avec des opinions positives sur les secteurs cycliques de qualité tels que l'industrie et la finance (plus constructifs). **Toutefois, nous ajustons rapidement nos vues dans un contexte d'évolution des marchés.** Par exemple, nous prenons des bénéfiques sur certaines valeurs industrielles, compte tenu de leurs bonnes performances. D'autre part, nous nous intéressons également, de façon idiosyncratique, aux titres qui ont été excessivement pénalisés par les marchés. À l'autre extrême, nous sommes **optimistes à**

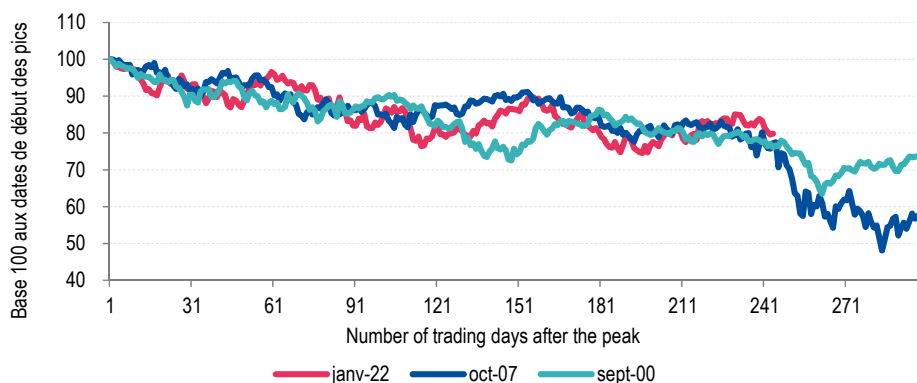
l'égard des valeurs défensives présentant des valorisations attractives dans le secteur des biens de consommation essentiels, mais nous avons renforcé notre positionnement prudent à l'égard de la consommation discrétionnaire. Fait important, alors que l'Europe est confrontée à une crise énergétique, nous pensons que les progrès en matière d'investissement ESG devraient continuer. En fait, c'est le moment d'identifier les sociétés qui présentent un potentiel d'amélioration de leurs performances ESG et qui pourraient, à ce titre, récompenser les investisseurs. Dans l'ensemble, nous continuons de privilégier la solidité des bilans.

Actions américaines

Les entreprises pourraient être confrontées à une contraction de leurs marges, car l'emploi reste solide, les salaires augmentent et le dollar est un frein. Si la désinflation des biens se poursuit, ces pressions pourraient s'aggraver. Partant, les anticipations globales de bénéfiques des marchés pour 2023 sont encore trop élevées. Le moment est à la sélection de titres, en passant au crible les valeurs chères, y compris les petites capitalisations, et en évaluant avec soin le potentiel de bénéfiques et la résilience des modèles économiques. Cette dispersion des valorisations devrait également favoriser la **poursuite de la surperformance des actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance.** Au niveau sectoriel, notre vue devient plus neutre concernant la consommation cyclique, notamment les sociétés de services et de distribution.

Les anticipations de bénéfiques des marchés semblent trop optimistes et devront être revues à la baisse. Ce qui implique des ajustements par rapport aux niveaux actuels

Tendance du S&P 500 après les pics : janv. 2022, oct. 2007, sept. 2000



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 20 décembre 2022. Le point de départ de 100 montre les pics de l'indice en janvier 2022, octobre 2007 et septembre 2000.

ACTIONS

En effet, bien que certaines enquêtes de confiance des ménages restent solides, nous constatons que les consommateurs se tournent vers des produits moins chers pour faire face à la pression sur leurs revenus. En revanche, **nous sommes positifs à l'égard des banques affichant un rendement des capitaux propres stable et de certaines valeurs du secteur de la santé.**

Actions émergentes

La fin plus rapide que prévu des politiques « zéro covid » en Chine pourrait constituer

un tournant pour les actions des marchés émergents. De plus, les valorisations sont attractives et le frein lié au dollar devrait être limité. Cela étant, nous sommes très sélectifs et restons flexibles, ce qui nous a permis de **revoir à la hausse notre exposition aux actions chinoises**, tout en surveillant l'évolution du contexte politique au Brésil.

Au niveau sectoriel, nous préférons l'énergie aux matériaux et privilégions l'immobilier et la consommation cyclique, en particulier en Chine dans un contexte de rebond suite à l'évolution des politiques anti-covid.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=	▼	Les marchés semblent intégrer un scénario d'atterrissage en douceur, mais nous pensons qu'il existe des risques pour les bénéficiés dans un contexte de détérioration de la dynamique économique. Une récession des bénéficiés ne suffira pas à modifier la position de la Fed, ce qui reste essentiel pour une révision à la hausse de notre opinion. Nous maintenons notre approche « bottom-up » sélective, en nous concentrant sur les actions sous-évaluées, de qualité et à dividendes.
	Actions US Value	+		Nous apprécions les valeurs sous-évaluées, aux modèles économiques solides et capables de maintenir la croissance de leurs bénéficiés et leur part de marché. Nous pensons que combiner les investissements sous-évalués et les caractéristiques de qualité est un moyen de limiter la volatilité et de se couvrir contre les risques économiques.
	Actions US Croissance	-		Les entreprises de croissance de très grande taille et le secteur de la croissance non rentable devraient être affectés par la hausse des taux directeurs, car leurs valorisations dépendent fortement des flux de trésorerie futurs à long terme. Cependant, nous suivons les segments dont les valorisations ont corrigé.
	Europe	-		La forte inflation de l'énergie en 2023 pourrait exercer une pression durable sur les habitudes de consommation et, par la suite, sur les bénéficiés des entreprises. Ceci, couplé au récent rebond et aux tensions géopolitiques persistantes, nous incite à la prudence. Nous restons vigilants vis-à-vis des bénéficiés et nous intéressons aux entreprises bénéficiant de bilans solides et d'une bonne différenciation de leurs produits.
	Japon	=/+	▲	Le Japon, qui est une économie tournée vers l'exportation, est également un moyen de miser sur la réouverture de la Chine, qui devrait soutenir les marchés japonais. Toutefois, le ralentissement de la croissance mondiale et la vigueur du yen sont des facteurs à surveiller.
	Chine	=/+	▲	Les signes récents d'abandon des politiques « zéro covid » et les annonces concernant la vaccination des personnes âgées laissent entrevoir une réouverture progressive de l'économie, ce qui devrait améliorer la mobilité et libérer la demande latente. Nous pensons que la trajectoire ne sera pas linéaire et restons sélectifs compte tenu des risques géopolitiques et des pressions sur les exportations.
	Marchés émergents hors Chine	=		La sélection dans l'univers émergent est cruciale compte tenu des facteurs propres à chaque pays, tels que la demande intérieure, les politiques monétaires et la prudence budgétaire. Nous sommes optimistes vis-à-vis du Brésil (mais attentifs aux politiques économiques du président Lula) et prudents à l'égard des Philippines et de la Malaisie (valorisations excessives). D'un point de vue sectoriel, nous apprécions l'énergie par rapport aux matériaux.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		Selon nous, la réduction de l'ampleur des hausses de taux de la Fed ne signifie pas nécessairement un pivot accommodant. Cela montre plutôt que la banque centrale tiendra compte des effets cumulatifs du resserrement opéré jusqu'ici avant de prendre de nouvelles mesures. Nous restons donc vigilants et maintenons un positionnement actif sur la durée. Dans le même temps, nous pensons que le ralentissement économique et la décélération de l'inflation sont positifs pour les obligations du Trésor américain. Nous sommes également constructifs sur les taux réels.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Le segment IG offre un portage intéressant, les valorisations sont attractives et les bilans des entreprises sont sains, ce qui nous permet d'être légèrement optimistes. Toutefois, nous sommes sélectifs en raison de la baisse des liquidités des entreprises et des craintes de récession.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Les fondamentaux du HY, tels que l'endettement et la couverture des intérêts, restent solides, mais la position de liquidité se détériore. Ce segment pourrait être à la peine dans un environnement de coûts de financement élevés et de croissance économique plus faible. Nous restons donc prudents, notamment sur les segments les moins bien notés (CCC).

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		Nous restons neutres vis-à-vis de la duration des pays du cœur de la zone euro, car nous évaluons la politique monétaire de la BCE et ses vues sur l'inflation et la croissance économique. La BCE continuera de maintenir ses taux en territoire restrictif. Nous restons prudents vis-à-vis des obligations périphériques.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Alors que les marchés s'attendent à ce que la BCE ralentisse son processus de hausse des taux, nous voyons des risques persistants pour les <i>spreads</i> IG en raison de la faiblesse de la croissance, de l'inflation élevée et des tensions géopolitiques (crise de l'énergie). Nous surveillons donc de près les besoins de refinancement des entreprises.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-		Le HY européen pourrait être confronté à une volatilité plus élevée compte tenu des risques de liquidité et de défaut potentiels, qui sont pour l'instant contenus. Alors que les taux d'intérêt restent élevés et que la consommation est faible, une hausse du coût du capital et des perspectives de bénéfices médiocres pourraient avoir une incidence négative.
	Govies Chine	=	▼	Bien que le découplage entre la Chine et les États-Unis apporte des avantages aux investisseurs internationaux en termes de diversification, l'évolution progressive de l'approche « zéro covid » devrait stimuler la mobilité et l'activité économique. Nous sommes neutres et évaluons la politique de la BPC.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La stabilisation des taux américains devrait être favorable, de même que le portage et les valorisations attrayants. Les <i>spreads</i> offrent des points d'entrée intéressants, mais nous sommes sélectifs compte tenu de l'évolution de la dynamique de croissance dans le monde émergent, y compris au Brésil et en Chine.
	Émergents Dette en devise locale	=		Bien que les valorisations de la dette en devise locale deviennent attractives sur une base sélective, nous sommes globalement prudents vis-à-vis de l'Asie et des devises émergentes en général. Toutefois, un changement de trajectoire du dollar et des politiques liées au covid en Chine pourrait être favorable aux opportunités de portage de certaines devises telles que le MXN, l'IDR et l'INR. Pour l'heure, nous restons neutres et vigilants sur l'évolution de la liquidité.
AUTRES	Matières premières			Même si les craintes entourant la croissance sont susceptibles de plafonner les prix du pétrole à court terme, les contraintes d'offre pourraient revenir sur le devant de la scène à moyen terme. La réouverture de l'économie chinoise fixe un plancher pour les prix des métaux de base, mais un rebond nécessiterait un soutien plus large. Les changements de cap potentiels des banques centrales et l'affaiblissement du dollar offrirait de nouveaux soutiens à l'or (objectif à 6 mois: 1 900 dollars l'once).
	Devises			Le resserrement de la politique de la Fed a été le principal moteur de la vigueur du dollar en 2022, mais compte tenu des signes d'inflexion (dans le cadre global de resserrement), nous devenons légèrement moins optimistes à l'égard du billet vert.

LÉGENDE



Source : Amundi, au mardi 20 décembre 2022, opinions relatives aux investisseurs en EUR. Ce support présente une évaluation de l'environnement de marché à un moment précis et n'est pas destiné à être une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement destinées à des fins d'illustration et d'éducation et sont susceptibles d'être modifiées.

Ces informations ne représentent pas l'allocation d'actifs ou le portefeuille réel (le) actuel (le), passé(e) ou futur(e) d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, obligations ME en DF/DL = obligations émettrices libellées en devise forte/devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site : research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Policies
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 29 décembre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 2 janvier 2023.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - bjdLxz

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, CIO Groupe

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division
DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

NIALL Paula, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication
PONCET Benoît, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier